

联合 研究报告

2011. 11. 07

我国信用评级业务的国际化路径探索

我国信用评级业务的国际化路径探索

联合资信评估有限公司 李振宇 李英雄

一、引言

当前人民币国际化面临历史机遇。首先，受国际金融危机影响，世界货币体系变革的内在要求越发强烈，多元化发展方向日趋明朗。在金融危机冲击下，主要国际货币发行国的经济受到很大的冲击，其国际影响力在下降，国际社会对于现行国际货币体系信心丧失，也促使各方积极寻求解决途径，这就给人民币的国际化提供了契机。其次，我国在全球经济中的相对规模已跻身前列，这将为人民币国际化提供强大动力。再次，我国金融体系稳定为人民币国际化提供了基本保证。近年来，我国金融体制改革持续深化，金融监管逐步完善，金融体系市场化程度不断提高，国际竞争力明显提升。金融体系稳定是本币币值稳定的基础，而本币币值稳定又是本币跨越国界、流通国际的基础。总体而言，当前内外部形势对于推进人民币国际化都较为有利。随着人民币国际化进程的推进，我国资本市场的进一步开放成为必然趋势。作为资本市场上的重要参与者，我国信用评级机构应当积极开展国际化业务，进入国际信用评级市场，提高我国信用评级机构的国际话语权。

评级机构在国际资本市场上的影响非同小可，包括主权评级在内的国际评级很大程度上决定了主权国家及其辖内非主权实体在国际资本市场上的融资成本，并且能够影响国际资本的流向。我国监管机构在建设国内资本市场、进一步开放我国资本市场的时候，需要科学管理，做出适当的制度安排，合理引导我国信用评级机构朝着国际化方向发展。

二、信用评级国际化的含义

一个国家和地区的信用评级业务的发展状况与该国或地区的债券市场的发达程度密切相关，因此分析信用评级业务的时候，需要考察与之伴随的债券市场。一般而言，

债券市场的要素包括发行主体、市场环境、投资人、债券币种等。从发行主体的角度看，可以将这些要素组合成8种债券市场形态（见图1）：境内发行人在境内市场发行本币债券（A）、境内发行人在境外市场发行本币债券（B）、境外发行人在境内市场发行本币债券（C）、境外发行人在境外市场发行本币债券（D）、境内发行人在境内市场发行外币债券（E）、境内发行人在境外市场发行外币债券（F）、境外发行人在境内市场发行外币债券（G）、境外发行人在境外市场发行外币债券（H）。

		本币债券		外币债券			
境内发行人		A	B	境内发行人	E	F	
境外发行人		C	D	境外发行人	G	H	
		境内市场	境外市场			境内市场	境外市场

图1 发行主体形成的债券市场形态

同样地，从投资人的角度也可以形成8种债券市场形态，笔者不在此累述，读者可以参考图2。

		本币债券		外币债券			
境内投资者		A1	B1	境内投资者	E1	F1	
境外投资者		C1	D1	境外投资者	G1	H1	
		境内市场	境外市场			境内市场	境外市场

图2 投资者形成的债券市场形态

本文首先从发行人角度考量信用评级业务。对A形态债券的评级是最常见的、传统的评级业务，属于本土业务，也是当前我国信用评级机构的主要业务形态；对B形态的债券评级，评级方法和技术与A基本相同，但评级营销属于国际化业务范畴，国际化程度较低；对E形态债券的评级，需要评估发行主体外币偿付能力，属于国际化业务，国际化程度比B高；对F形态债券评级时，如果采用外币计价本币结算的合成型债券，则与A相同，如果采用外币计价外币结算，需要评定发行人的外币偿付能力，属于国际化业务；对C和G债券评级，需要评定发行主体所在国家或地区的主权信用风险及发行主体的外币偿付能力，属于国际化程度很高的业务；对D和H形态债券的评级，评级技术

和营销工作的国际化程度都较高。

信用评级机构的宗旨是为投资者服务，为投资者提示信用风险，从投资者角度分析信用评级业务也是非常必要的，其分析思路与上文类似。概括地讲，为境内投资者提示境内债券市场（A1、E1）的信用评级服务，基本上都为本土业务；为境外投资者揭示境内债券市场（C1、G1）的信用评级服务，属于营销方面的国际化业务；为境内投资者揭示境外债券市场（B1、F1）的信用评级服务，属于评级技术方面的国际化业务；为境外投资者揭示境外债券市场（D1、H1）的信用评级服务，评级技术和营销工作均为国际化业务，国际化程度很高。

就当前我国信用评级业务的现状而言，基本上全部为A1和E1市场形态的债券评级业务，为境内投资者揭示境内债券市场的信用风险。随着我国资本市场开放化程度的提高，我国信用评级机构应抓住机遇，夯实国际化评级技术基础，增强国际化业务拓展能力，适时开展国际化信用评级业务。

三、我国信用评级业务国际化的进程研究

3.1 开展境外发行人在境内债券市场发行的债券评级业务

2005年，国际金融公司和亚洲开发银行首次在国内发行了名为“熊猫债券”的人民币债券，这是境外机构首次在我国发行人民币债券。2010年9月，中国人民银行、财政部、国家发展和改革委员会和中国证券监督管理委员会联合发文《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，许可开发性贷款和投资的多边、双边以及地区国际开发性金融机构（简称“国际开发机构”）在中国境内发行人民币债券，明确提出了信用等级和评级要求：需要“两家以上（含两家）评级公司评级，其中至少应有一家评级公司在中国境内注册且具备人民币债券评级能力”。这为我国信用评级机构走上国际化道路提供了很好的制度铺垫，为我国信用评级机构开展国际评级业务创造了良好的开端。

当前，我国监管当局和社会各界组织都在研究如何进一步开放我国债券市场，促进我国债券市场与国际接轨。主要课题是扩大赴境内市场发行债券的境外发行主体的范围，即扩大C和G形态的债券市场。随着进入境内债券市场发行债券的境外主体增多，

建立健全信用评级、信息披露等市场约束机制成为我国债券市场建设的重要工作，监管当局和我国投资者不能完全依赖国际评级机构的评级信息，应要求境外机构向我国监管当局递交债券发行申请的时候，提供由我国信用评级机构出具的信用评级报告，并向投资者披露其信用级别。这是我国评级机构进入国际评级市场的主要途径，也是逐步提高我国评级机构国际话语权的基本途径。

3.2 开拓离岸人民币债券市场的信用评级业务

近年来，离岸人民币债券市场开始发展，尤其是在中央政府和香港特别行政区政府的努力推动下，香港人民币债券发行规模迅速扩张，形成了较为活跃的离岸人民币债券市场，如图3所示。

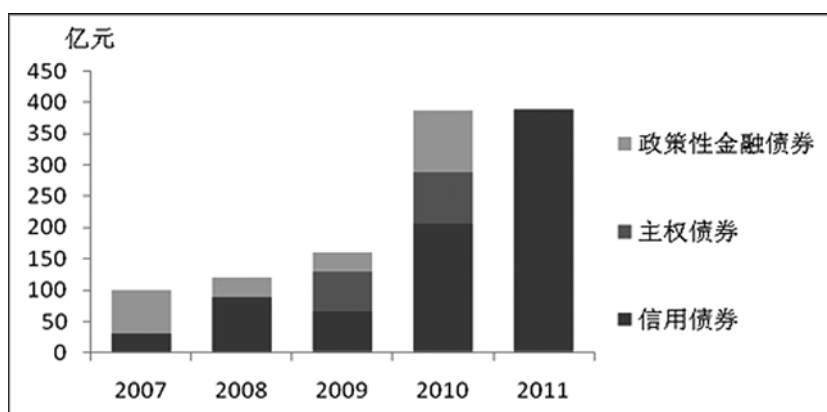


图3 香港人民币债券发行规模

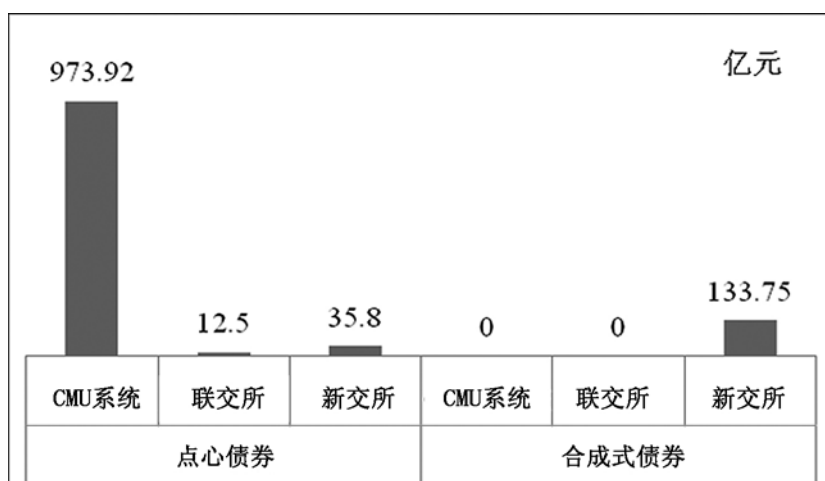
截至2011年6月14日，香港人民币债券的累计发行总额为1155.97亿元，其中主权债券为140.00亿元，占比为12.11%，全部由我国财政部发行；准主权债券为230.00亿元，占比为19.90%，其中国家开发银行累计发行130.00亿元，中国进出口银行累计发行100.00亿元；公司债券为785.97亿元，占比为67.99%。从公司债券的发行人构成看，境外公司累计发行金额大于境内公司，工商企业是主要发行人，国际机构占比较少，详见表1。

在香港发行的离岸人民币债券中，若以人民币结算，则称之为“点心债券”；若以美元等其他货币结算，则被称为“合成式债券”。在港累计发行的点心债券和合成式债券见图4，点心债券的发行规模大于合成式债券的发行规模，点心债券主要在CMU

系统上市交易，合成式债券均在新交所上市交易。

表1 香港人民币公司债券的发行人结构

注册地	企业类型	累计发行金额
境内	商业银行	190.00
境外	商业银行	65.70
	工商企业	510.27
	国际机构	20.00
合计		785.97



注：CMU系统为香港金管局设立的债务工具中央结算系统，联交所为香港联合交易所有限公司(The Stock Exchange of Hong Kong Ltd., SEHK)，新交所为新加坡证券交易所(Singapore Exchange Limited, SEX)。

图4 香港人民币信用债券的发行人结构

根据笔者的分析，就离岸人民币债券市场而言，我国信用评级机构可以从以下几个方面开展国际化业务：

I) 为境内监管当局行政审批和核准提供信用评估参考依据。根据财政部、发展与改革委员会和中国人民银行与2007年联合发布的《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》，境内金融机构到香港特区发行人民币债券需要监管当局审批核准，监管当局在审核境内金融机构提交的赴港发行离岸人民币债券申请时，参考我国信用评级机构对境内金融机构的信用评估报告是非常有意义的。同时，监管当局可以要求境内金融机构赴港发行人民币债券时，向香港债券市场的投资者披露我国信用评级机构对该金融机构的信用评级，以扩大我国信用评级机构的国际知名度和

影响力。此外，随着离岸人民币债券市场的逐渐成熟和监管机构对离岸人民币市场管理经验累积日益丰富，监管当局可以允许更多类型的企业赴港发行人民币债券，企业的信用质量肯定存在较大差异。为了监管当局的管理需要，可以做出这样的制度安排：境内企业向我国监管机构递交赴港发行债券的申请时，需要提供我国评级机构出具的信用评级报告及跟踪评级安排，并对香港债券市场的投资者披露由我国信用评级机构对该企业评定的信用级别。同样，针对境内企业到其他国家和地区（香港以外）发行人民币债券的情况，监管当局也可以做出同样的制度安排。

II) 申请香港特区的信用评级资质。我国信用评级机构可以向香港证券及期货事务监察委员会申请在香港进行信用评级的牌照，不仅可以从事境内发行人在香港发行的人民币债券（即B形态债券）的信用评级工作，还可以从事境外发行人在香港发行的人民币债券（即D形态债券）的信用评级工作，甚至还可以从事境内发行人和境外发行人在香港发行的外币债券（E和G形态债券）的信用评级工作。这样，我国信用评级业务的国际化程度就能达到一定的高度。当然，实现这一目标，既需要我国信用评级机构努力提高自己的国际化信用评级技术和国际化营销能力，又需要内地和香港的监管当局倾力斡旋，做出适当的制度安排。

3.3参与全球评级行业竞争

在积累了境外发行人到境内市场发行债券的信用评级经验和离岸人民币债券评级经验、具备香港特区的信用评级经历后，我国信用评级机构可以申请更多国家和地区的评级资质或者牌照，参与由全球发行主体在各国或地区的债券市场发行的各币种债券的信用评级业务。这是评级国际化的高级阶段，对我国信用评级机构的评级技术和营销能力都具有相当高要求，需要我国金融制度和经济体制进一步深化改革作为制度保障。

3.4为境内投资者提供信用评级服务

本小节及下一小节将从投资者角度分析我国信用评级业务的国际化进程。随着中国经济实力的增强，国内资本开始走出国门。除了直接投资外，证券投资也逐步增多。

虽然其他评级机构对国外证券大都进行评级，但我国监管机构和投资者不应完全依赖外国评级机构，监管机构应加强管理，对投资者提出要求：一是要求投资机构自身加强对外国债券的风险研究，开展内部评级；二是要求国内投资机构逐步参考国内评级机构的评级结果，而且应逐步以国内评级机构的评级结果为主要参考依据。

从自身角度看，我国信用评级机构应适时开展对外国债券及其主权的评级，加强对境外企业赴境内市场发行的债券的信用风险进行研究，为境内投资者提供A1和E1市场形态的债券的信用评级服务。当国际评级技术成熟后，我国信用评级机构可以为境内投资者提供境外发行人在香港或其他国家和地区发行的人民币债券（B1市场形态）或外币债券（F1市场形态）的信用评级服务。这两项业务能够促使我国信用评级机构实现业务模式的转变，实现业务收入的多元化。前者是我国信用评级业务国际化的初级阶段，后者是国际化程度较高的阶段。

3.5为全球投资者提供信用评级服务

从投资者角度看，我国信用评级业务国际化的高级阶段应当是为全球投资者提供信用评级服务，这对我国信用评级机构和经济体制都有相当高的要求，类似于3.3小节。再继续细化分解的话，高级阶段也可以划分为两个阶段：（1）为全球投资者提供境内债券市场的评级服务；（2）为全球投资者提供全球债券市场的评级服务。

四、结论及讨论

本文针对不同的债券市场形态，提出了我国信用评级机构开展国际化信用评级的途径，设计了当前我国信用评级机构走向国际化的大概路线图。在开展主权评级的基础上，首先，以境外发行人在境内债券市场发行的债券评级业务为起点和突破口，开展国际评级业务，这是我国信用评级业务国际化的入口。第二，以香港的离岸人民币债券市场为契机，为境内监管当局提供审批核准参考；同时，为境内投资者投资离岸人民币债券信用评估服务，这是我国信用评级业务国际化的初级阶段，也是实现国际化的基本途径。第三，择机进入香港信用评级市场，参与地区性国际评级业务竞争；同时，为境内投资者提供境外债券市场信用评级服务，这是我国信用评级业务国际化

的中级阶段，是我国信用评级行业国际化的主要标志。最后，当我国经济体制改革深化到一定程度，我国信用评级机构技术实力和营销实力达到较高水平时，国际化评级业务可以推进到高级阶段，开展全球债券市场的信用评级业务，为全球投资者提供信用评级服务，我国信用评级行业已经完全国际化。

目前国际评级市场主要被三大国际评级机构垄断。我国管理当局应鼓励具备条件的中国信用评级机构做大做强，参与国际评级行业竞争。同时，我国评级机构也应以开展主权评级为起点，扩展国际化评级业务，提升国内评级机构在国际信用评级领域的影响力，进而提高我国在国际资本市场的话语权。